



Editorial



Professora Maria Carlos P M Annes

No início de um projeto é importante apresentar objetivos, ações a desenvolver e nomeadamente aprofundar a ligação de docentes, alunos e comunidade com particular ênfase para o meio empresarial.

A discussão das grandes questões ligadas à Gestão em geral e às Finanças Empresariais em especial, num contexto de pluralidade (de opiniões e intervenientes), procurando articular o conhecimento académico, a capacidade de intervenção e crítica e aplicação dos conhecimentos serão aspetos essenciais de persecução dos objetivos propostos.

A integração do projeto do Curso de Finanças Empresariais num mais vasto, em que a formação seja um processo contínuo de melhoria e desenvolvimento, procurando assim alcançar a excelência. Assim, a Direcção do Curso de Finanças Empresariais, no seguimento das propostas apresentadas na sua candidatura, propõe-se para além da edição regular desta Newsletter, continuar o Ciclo de Conferências iniciado a 24 de Novembro (sobre a crise económica e financeira).

Neste contexto serão apresentadas em Março e Abril novas Conferências que continuarão este ciclo. Serão ainda promovidas conferências em articulação com a comunidade, nomeadamente com a Junta de Freguesia de São João de Deus, ao abrigo de um protocolo já deste ano.

O caráter pluridisciplinar destas iniciativas procurará não apenas centrar-se nos Docentes e Alunos de Finanças Empresariais, mas de toda a escola em articulação com o meio empresarial.

Ficha Técnica:

Coordenação: Direcção do Curso de Finanças Empresariais - Prof.^a Maria Carlos Annes

Redatores: Dr. Arménio Breia Dr. João Querido Doutor Orlando Gomes

Assessores de Coordenação: Prof. Domingos Cristóvão Monitor Cândido Peres

Colaboradores: Prof. Silva Ribeiro Debora Costa Rita Fernandes



Reestruturações Económicas e Financeiras



Dr. Arménio Breia

Qualquer dicionário nos dirá que reestruturar significa estruturar de forma diferente, modificar a estrutura existente.

À questão associada – porquê modificar – está associada uma noção de melhoria, aperfeiçoamento, resolução de um problema. Cobrindo situações muito diferentes, a definição anterior abrange:

- Melhoria de situações com indicadores positivos/favoráveis mas que podem ser melhorados (atitude preventiva);
- Resolução de problemas evidentes e graves correspondendo muitas vezes a dificuldades financeiras graves e/ou resultados negativos.

Um estudo francês revela que decorrem, em média, três a quatro anos de crise antes da tentativa séria de identificação e resolução do problema. Este atraso é responsável por grande parte da «mortalidade» empresarial, revelando o mesmo estudo que cerca de um terço das

empresas criadas «morrem» antes dos dez anos.

O atraso na identificação do problema e consequente diagnóstico fica a dever-se, entre outras, às seguintes razões:

- Tentativa de «não culpabilização» dos gestores;
- Prémios e remunerações calculadas de forma desajustada (ignorando muitas vezes o futuro e a sustentabilidade de algumas medidas);
- Alguma «anestesia» contabilística (excessiva focagem nos resultados globais, imparidades, participações financeiras e riscos muitas vezes com expressão desajustada).

Por outro lado muitos dos indicadores utilizados no diagnóstico são indicadores retardados, refletindo não as causas mas sim as consequências. Como exemplo temos:

- Dificuldades de tesouraria ou liquidez;
- Prazos médios elevados (clientes, inventários);
- Rotação de activos muito baixas.



Com alguma responsabilidade também no diagnóstico tardio/incorrecto podem referir-se:

- Alguma «confusão» entre crise estrutural e abrandamento conjuntural;
- «Esperança» (!) de melhoria da conjuntura;
- «Crença» na solução via aumento das vendas.

Em relação ao último dos pontos citados, a análise de muitos casos de reestruturação demonstra que por vezes a redução de algumas vendas (associada a outras medidas) pode levar a melhoria dos resultados. A identificação das causas dos prejuízos e orientação dos sistemas de informação nesse sentido é parte essencial dum diagnóstico de gestão (como actividade permanente).

Orçamentos não realizáveis, alguma «rotina orçamental» actualizando o passado à taxa de inflação esperada, excessiva facilidade de financiamento (passado recente) demasiada ênfase nos resultados presentes (e passados) em detrimento dos resultados sustentáveis, constituem alguns dos factores que potenciam problemas.

Os problemas que podem estar na origem da necessidade de reestruturar podem ser variados quer nas causas quer na gravidade da situação associada (e consequentes dificuldades associadas à implementação de soluções):

- Problemas de tesouraria – pontuais (imprevistos, erros de planeamento ou negociação) ou indicador retardado de problemas mais graves?
- Problemas de liquidez – efeito conjuntural, planeamento deficiente ou problema estrutural e recorrente?
- Problemas de solvência – afectando o equilíbrio financeiro a médio/longo prazo e a sustentabilidade da empresa.

Uma situação pontual, em termos de curto prazo, resolve-se normalmente pela modificação de formas ou prazos de financiamento, como por exemplo substituição de dívidas com características acíclicas (livranças ou instrumentos equivalentes) por créditos de natureza recorrente/renovável como contas correntes caucionadas ou factoring.

A modificação dos prazos/maturidades dos empréstimos é uma forma de resolver problemas pontuais de tesouraria ou fundo de maneio. A principal dificuldade consiste em demonstrar aos credores que o cash-flow **sustentável** é adequado para o enquadramento futuro do serviço da dívida. Esta demonstração exige normalmente a capacidade de efectuar reformas estruturais.



Quando o fundo de maneiio negativo ficou a dever-se, no essencial, a resultados negativos sucessivos e a consequente «erosão» dos capitais próprios, a solução (e a inerente negociação dos prazos) terá que passar pela alteração (reestruturação) das condições que originaram os prejuízos. Sem isto, a reestruturação não passará de «operação cosmética» atrasando apenas o reconhecimento da situação de potencial insolvência.

Distinguiremos de seguida duas situações com resultados líquidos negativos:

- Resultados operacionais positivos, sendo os prejuízos provocados pelo peso dos gastos financeiros e/ou operações extraordinárias ou extra-exploração (em geral não recorrentes);
- Resultados operacionais negativos, agravados pelos gastos financeiros.

Enquanto no primeiro caso o aumento de capitais próprios, a conversão de créditos em capital, redução da taxa de juro (pelo fornecimento de garantias reais, por exemplo) poderão apresentar-se como solução, no segundo caso, mesmo a anulação dos gastos financeiros manterá os resultados negativos, impondo medidas **estruturais** a nível da área operacional.

Entre algumas medidas, poderemos identificar as seguintes:

- Melhoria dos níveis de produtividade/eficiência;

- Melhorar as técnicas de orçamentação e controlo de resultados;
- Identificar áreas/departamentos/produtos/clientes responsáveis pela «erosão» de resultados;
- Reduzir gastos de estrutura e consequente risco económico (outsourcing, downsizing,...).

Não esquecer:

- A realidade degrada-se muitas vezes mais rápido que o reflexo contabilístico (atrasos e erros agravam este problema);
- Flexibilidade de estruturas, activos e financiamentos pode fazer toda a diferença em termos de resposta à crise, demarcando as empresas que sobrevivem;
- Devem evitar-se técnicas de orçamentação/previsão que «confirmam» o que queremos (o atraso no reconhecimento dos problemas pode ser fatal);
- Todos os gastos são dispensáveis «até prova em contrário» (compete ao «réu» a identificação do valor acrescentado) – as empresas têm tendência para a «obesidade», sobretudo em períodos de prosperidade/facilidade;
- Em momentos de crise nas empresas raramente a solução é externa (aumento das vendas, subsídios, ...).



Portugal: Endividamento público versus endividamento privado

Tendências recentes no enquadramento da crise financeira



Dr. João Querido

O período imediatamente anterior à entrada em vigor do actual Programa de Assistência Financeira foi marcado por um declínio acentuado da situação das finanças públicas aliado a uma perspectiva económica sombria.

A um nível do Produto Interno Bruto relativamente baixo, juntou-se um tímido crescimento da produtividade, um avolumar da dívida externa – com reflexos no elevado nível de endividamento das famílias, das empresas e do próprio Estado - por mais de uma década antes da eclosão da crise recente.

Estes factos originaram uma deterioração da confiança em relação a Portugal bem como crescentes pressões dos mercados financeiros internacionais sobre a dívida nacional, agravados pelos acontecimentos negativos na área do euro relacionados com a crise da dívida soberana.

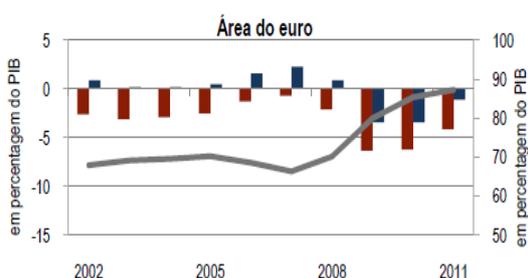
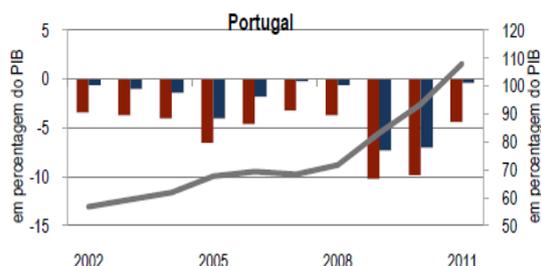
A avivar um cenário já de si frágil, a deterioração sucessiva das notações de risco emitidas pelas agências de *rating* internacionais resultaram na impossibilidade do país se refinarciar a taxas sustentáveis.

Não obstante, os desequilíbrios económicos acentuados que acabámos de referir não são propriamente uma novidade do século XXI, já que, desde a década de 70 do século XX que se verifica, pela terceira vez, um processo de ajustamento forçado da economia portuguesa com impactos severos na qualidade de vida geral da população.

No âmbito do Programa de Assistência Financeira, Portugal assumiu o compromisso de introduzir, durante um período de 3 anos, um conjunto de medidas e iniciativas legislativas, incluindo de natureza estrutural, relacionadas com as finanças públicas, a estabilidade financeira e a competitividade.

No âmbito da política orçamental, para além de uma redução gradual do défice das Administrações Públicas, existe o compromisso de trazer o rácio dívida pública/PIB para uma trajectória descendente a partir de 2013.

Como se pode observar nos quadros seguintes, a tarefa de reduzir a relação entre a dívida pública e o PIB não se adivinha fácil.



Saldo global (ótica das contas nacionais) ■ Saldo primário ■ Dívida pública (escala direita) ■

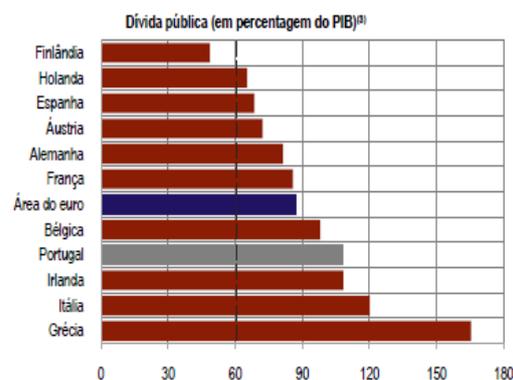
Fonte: Boletim Estatístico do Banco de Portugal, Novembro de 2012

Nota: Óptica do PDE - Ao contrário da óptica das Contas Públicas que adopta uma base de caixa, a óptica do PDE considera os juros numa base de especialização de exercícios

Note-se que enquanto a dívida pública de Portugal rondava os 60% do PIB em 2002, na área do euro este valor era mais desfavorável: 70%.

Contudo, e apesar de em ambos os universos considerados a tendência ter sido de agravamento, Portugal chegou ao final de 2011 com uma dívida pública a representar 108,1% do PIB, enquanto a da área do euro se quedou por 87,4%.

No quadro que se segue é possível observar a posição relativa de Portugal face aos países mais representativos da área do euro, em 2011:



Fonte: Boletim Estatístico do Banco de Portugal, Novembro de 2012

Nota: Óptica do PDE

Além de se verificar um incumprimento generalizado - com excepção da Finlândia - ao limite de 60% definido pelo Tratado de Maastricht (linha a tracejado), deve-se referir o facto de que dois dos três países que apresentam rácios dívida pública/PIB superior aos de Portugal também se encontram sob a aplicação de programas de assistência financeira: Irlanda e Grécia.

No que diz respeito ao endividamento público directo - essencialmente Obrigações do Tesouro, Bilhetes de Tesouro e Certificados de Aforro - convém não esquecer o que vem preconizado na Lei Quadro da Dívida Pública (Lei n.º 7/98 de 3 de Fevereiro):

“O recurso ao endividamento público directo deve conformar-se com as



necessidades de financiamento geradas pela execução das tarefas prioritárias do Estado, tal como definidas na Constituição da República Portuguesa, salvaguardar, no médio prazo, o equilíbrio tendencial das contas públicas”.

O quadro seguinte permite compreender a evolução da dívida directa do Estado nos últimos cinco anos:



Relacionado a Lei Quadro da Dívida Pública com a evolução recente da dívida directa do Estado, colocamos a seguinte questão para reflexão:

O “*endividamento público directo*” deveria estar subordinado ao superior interesse da execução das “*tarefas prioritárias do Estado*”.

O artigo 81.º da Constituição, logo na sua alínea a), diz que uma das incumbências prioritárias do Estado é “*Promover o aumento do bem-estar social e económico e da qualidade de vida das pessoas, em especial das mais desfavorecidas, no quadro de uma estratégia de desenvolvimento sustentável*”.

Considerando que nos últimos cinco anos o valor da dívida pública directa quase

duplicou, será isso sinal de que também o “*bem-estar social e económico e da qualidade de vida das pessoas, em especial das mais desfavorecidas*” duplicou?

E quanto à evolução recente do endividamento do sector privado?

No quadro seguinte apresentamos a evolução do endividamento do sector não financeiro, desde Dezembro de 2010:

	(N.º)	Dez-10		Dez-11		Set-12		2011/10		2012/11		Peso		
												2010	2011	2012
1 - Sector público não financeiro		207.814	236.802	253.623	13,9%	7,1%	29,9%	33,0%	34,8%					
2 - Empresas privadas		307.082	306.452	306.857	-0,2%	0,1%	44,2%	42,7%	42,1%					
PME														
Microempresas	321.000	82.332	81.205	77.515	-1,4%	-4,5%	11,9%	11,3%	10,6%					
Pequenas empresas	39.000	51.681	50.551	48.183	-2,2%	-4,7%	7,4%	7,0%	6,6%					
Médias empresas	6.000	54.960	53.073	52.799	-3,4%	-0,5%	7,9%	7,4%	7,2%					
Grandes empresas	1.000	72.154	73.888	76.676	2,4%	3,8%	10,4%	10,3%	10,5%					
SGPS não financeiras	3.000	45.955	47.735	51.684	3,9%	8,3%	6,6%	6,6%	7,1%					
3 - Particulares		179.485	174.931	168.747	-2,5%	-3,5%	25,8%	24,4%	23,1%					
do qual: habitação		124.904	122.910	119.591	-1,6%	-2,7%	18,0%	17,1%	16,4%					
4 - (2+3) Sector privado não financeiro		486.567	481.383	475.605	-1,1%	-1,2%	70,1%	67,0%	65,2%					
5 - (1+2+3) Endivid. do sector não financeiro		694.381	718.185	729.228	3,4%	1,5%	100%	100%	100%					

Unidade: milhões de euros
Fonte: Boletim estatístico do Banco de Portugal, Novembro de 2012 - elaboração própria

Existe uma evolução claramente diferenciada entre os dois sectores analisados (público/privado):

- O sector público não financeiro apresenta um aumento do endividamento significativo entre os finais de 2010 e 2011 (+13,9%) e ainda relevante nos primeiros nove meses de 2012 (+7,1%);
- Face a esta evolução, o sector público aumentou a sua proporção no total do endividamento do



- sector não financeiro de perto de 30%, no final de 2010, para perto de 35%, em Setembro de 2012;
- No que respeita ao sector privado não financeiro, a redução mais evidente foi verificada no segmento dos particulares – redução do endividamento em 2,5% em 2011 e 3,5% até Setembro de 2012;
 - No segmento das empresas verificaram-se evoluções distintas, consoante a dimensão das mesmas;
 - Nos primeiros nove meses de 2012, as microempresas (321.000) e as pequenas empresas (39.000), reduziram significativamente o seu endividamento (-4,5% e -4,7%, respectivamente), intensificando o esforço já registado no decurso de 2011 (-1,4% e -2,2%, respectivamente);
 - Também as médias empresas (6.000) continuaram o seu processo de desendividamento, ainda que a um passo menos apressado do que o registado em 2011 (-0,5% face a -3,4%);
 - Em contraciclo com as empresas de menor dimensão, é de salientar o aumento do endividamento das grandes empresas (1.000), já relevante em 2011 (+2,4%) e ainda superior no decurso de 2012 (+3,8%);
- Como exemplo máximo desta evolução em contraciclo, temos as Sociedades Gestoras de Participações Sociais, não financeiras, cujo aumento do endividamento foi já de si significativo em 2011 (+3,9%) e que mais que duplicou até Setembro de 2012 (+8,3%).

Em suma, até 2011 o Estado continuou a aumentar o seu endividamento (+13,6%, anual), aparentado haver um aumento menos significativo no decurso de 2012 (7,1%, três trimestres).

O sector privado não financeiro reduziu ligeiramente o seu endividamento em ambos os períodos referidos (-1,1% e -1,2%, respectivamente).

Contudo, enquanto as micro, pequenas e médias empresas (366.000, no total) no seu agregado reduziram o seu endividamento quer em 2011 (-2,2%) quer até Setembro de 2012 (-3,4%), as grandes empresas e as SGPS não financeiras (4.000, no total), aumentaram o seu endividamento em 2,9% e 5,3% nos períodos considerados.



A Crise e o Pensamento Económico



Doutor Orlando Gomes

No contexto da atual crise económica têm vindo a ganhar relevância as interrogações sobre o papel da macroeconomia enquanto ciência. Até que ponto deverá esta ser uma ciência aplicada dirigida a encontrar soluções para problemas práticos? E até que ponto tem conseguido sê-lo? Se a resposta à primeira questão é, à partida, consensual no sentido afirmativo, a segunda interrogação é de mais difícil abordagem e exige olhar para o percurso que esta ciência foi seguindo nas últimas décadas.

1. Keynes e os Keynesianos

O estudo das decisões económicas agregadas não é tarefa simples; a heterogeneidade entre agentes (aos níveis da dotação de recursos, preferências, crenças e capacidades), o carácter *forward-looking* das decisões económicas e a complexidade dos processos de interacção dificultam a construção de uma teoria consensual que explique e permita agir sobre o sistema económico. Que os macroeconomistas tendem a discordar é pois uma consequência lógica do conjunto de constrangimentos que a realidade impõe, sendo difícil encontrar um modelo unificador

aplicável a toda e qualquer conjuntura económica.

Independentemente do atrás referido, o objecto desta ciência encontra-se claramente definido desde os seus primórdios. O trabalho de Adam Smith, David Ricardo, John Stuart Mill e Thomas Malthus, entre outros, lançou os temas fundamentais da análise macroeconómica: o crescimento de longo prazo, os ciclos a que está sujeita a atividade económica, a distribuição do rendimento, as dinâmicas do mercado de trabalho, a maior ou menor estabilidade dos preços, e a eficácia das políticas orçamental e monetária. No entanto, uma teoria consistente e integrada sobre o funcionamento do sistema económico, nomeadamente no curto prazo, só viria a surgir posteriormente.

É com a obra de John Maynard Keynes, e em particular a sua Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda, texto publicado em 1936, que são lançados os alicerces para a compreensão das flutuações cíclicas na economia e para o entendimento da existência de períodos prolongados de afastamento face a situações de pleno emprego. O trabalho de Keynes inspirou uma brilhante geração de economistas que nos anos pós segunda guerra mundial construiu uma teoria macroeconómica muito importante não só para a academia mas também para a condução da política económica. A economia Keynesiana foi encarada como muito mais do que uma ciência; ela era um tipo de engenharia capaz de abordar com sucesso problemas concretos.¹

¹ Mankiw (2006) salienta precisamente esta vertente operacional da teoria macroeconómica Keynesiana.



No campo académico, a teoria Keynesiana consubstanciou-se no bem conhecido modelo IS-LM, que explica o comportamento da procura por via da caracterização dos mercados real e monetário. Do ponto de vista aplicado, os ensinamentos de Keynes levaram à construção de modelos macro-económicos de grande dimensão particularmente adaptados para servir de laboratório a experiências de política económica.

2. O advento da teoria neoclássica

A visão Keynesiana viria a ser posta em causa por uma nova vaga de pensamento económico, nas décadas de 60 e 70 do século XX. A nova teoria apresentava um maior rigor formal, baseando-se em princípios estritos de racionalidade, eficiência e optimização de comportamentos. Um dos argumentos fortes desta teoria viria a ficar conhecido como a Crítica de Lucas, de acordo com a qual os agentes formam expectativas racionais e portanto conseguem antecipar medidas de política, não sendo surpreendidos por elas; como resultado, a política económica é, regra geral, ineficaz.

A ineficácia da política económica e a defesa do não intervencionismo constituíram o principal corolário daquilo que viria a designar-se por economia neoclássica. Os novos princípios teóricos influenciaram de modo muito assertivo todo o pensamento económico. Na área das finanças empresariais e da análise dos mercados financeiros, por exemplo, a teoria neoclássica consubstanciou-se no desenvolvimento da hipótese dos mercados eficientes, hipótese de acordo com a qual o preço dos ativos deve corresponder ao respetivo valor fundamental; qualquer tentativa para atuar nos mercados financeiros sem levar em consideração o valor fundamental dos ativos resulta necessariamente, de acordo com esta

perspectiva, em perdas significativas e na conseqüente saída do mercado.

A teoria neoclássica viria a consolidar-se também em torno da interpretação que surgiu a propósito da formação e propagação dos ciclos económicos. A teoria dos ciclos económicos reais, construída a partir da contribuição de Kydland e Prescott (1982), veio apresentar um ponto de vista sobre flutuações cíclicas diametralmente oposto ao sugerido por Keynes. Será agora um qualquer choque no lado da oferta que irá despoletar uma resposta por parte dos trabalhadores, que irão alterar a sua afectação de tempo entre trabalho e lazer. Nesta interpretação, recessões serão períodos em que não se revela compensador estar economicamente ativo, dado não existirem estímulos fortes do lado da oferta para tal.

A teoria dos ciclos económicos reais é controversa, uma vez que ela considera implicitamente que o mercado de trabalho é suficientemente flexível para permitir respostas imediatas perante um dado estímulo que altera as preferências trabalho-lazer. Na prática, o mercado de trabalho evidencia uma forte rigidez, o que causa sérios danos ao argumento lógico que sustenta a teoria. No entanto, a referida visão foi bem recebida pela comunidade académica por conseguir, através de um modelo muito simples baseado em princípios lógicos robustos, mimetizar as flutuações macroeconómicas observadas no sistema económico.

O êxito do raciocínio subjacente à teoria neoclássica viria a ficar patente numa célebre frase de Robert Lucas (1980), em que este autor proclamou a morte da teoria Keynesiana. Disse ele que em seminários de investigação, as pessoas já não levavam a sério a teorização Keynesiana e que quando esta surgia em algum estudo, a audiência simplesmente começava a sussurrar e a sorrir.



3. Do consenso aos novos desafios

Rapidamente, porém, a macroeconomia Keynesiana renasceria, pelas mãos de alguns dos mais proeminentes economistas do nosso tempo, como Joseph Stiglitz, George Akerloff, Gregory Mankiw, John Taylor ou Olivier Blanchard. Não só as ideias de Keynes foram recuperadas como se gerou um certo consenso e alguma convergência entre as duas visões fundamentais sobre a macroeconomia. O modelo de síntese que surgiu permitiu juntar ao rigor da análise neoclássica algumas das anomalias salientadas pelos autores Keynesianos, nomeadamente a rigidez de preços, a presença de complementaridades estratégicas e a persistência de falhas de mercado.

Alguns anos de forte prosperidade, na última década do século XX, fizeram com que a nova teoria macroeconómica fosse bem aceite tanto por neoclássicos, que faziam a apologia do não intervencionismo, quer por Keynesianos, que acreditaram que a chave para a estabilização pode ser encontrada na condução sensata da política monetária.²

No entanto, o eclodir da crise fez ressurgir os pontos de clivagem e, para alguns, não estamos mais perto hoje de ter uma ciência macroeconómica aplicada do que estávamos há algumas décadas atrás. Como Bullard (2011) destacou, continuamos a ter duas economias: a da sala de aula, incontestável no sentido em que parte de uma realidade construída para determinar políticas óptimas; e a da decisão política, que tem uma tarefa prévia muito difícil para concretizar, nomeadamente a de entender que realidade

económica efectivamente existe em determinado momento de tempo.

Sem menosprezar o esforço feito até hoje e sem que se ignore que a economia tem sido uma das ciências mais activas na produção de conhecimento, é necessário reconhecer que ainda há um longo caminho a percorrer. Dos macroeconomistas espera-se muito: uma boa perceção de como a economia evolui ajudará a atacar problemas importantes como crises, desemprego, pobreza e desigualdade na distribuição do rendimento.

Referências

- Bullard, J. (2011). *Research in Macroeconomics After the Crisis*. Presentation on the 19th Symposium of the Society for Nonlinear Dynamics and Econometrics.
- Krugman, P. (2009). 'How Did Economists Get It So Wrong?' *New York Times*, September 6, 2009.
- Kydland, F. e E. C. Prescott (1982). "Time to Build and Aggregate Fluctuations." *Econometrica*, vol. 50, pp. 1345-1370.
- Lucas, R.E. (1980). 'The Death of Keynesian Economics.' *Issues and Ideas* (University of Chicago), Winter, pp. 18-19.
- Mankiw, G.N. (2006). 'The Macroeconomist as Scientist and Engineer.' *Journal of Economic Perspectives*, vol. 20, pp. 29-46.

² Krugman (2009) refere que os anos da 'Grande Moderação' com forte crescimento e estabilidade de preços, constituíram o cenário ideal para que o pensamento macroeconómico pudesse finalmente chegar a uma trégua.